

黄金大师课加餐3：当下金银在交易什么？低波动率如何下注？

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐3：当下金银在交易什么？低波动率如何下注？

本期内容首发于[《付鹏说》2018年5月03日链接](#)



付
鹏

黄金大牛市 即将新高！

一堂课掌握分析框架与实战策略

限时特价·马上订阅



东北证券首席经济学家

本期提要

- 1、在低波动率下，黄金的商品属性和货币属性中的关系

本期内容

今天我们来聊聊关于贵金属的情况。

之所以聊黄金和白银，是因为到了一个比较敏感的阶段，过去的几年实际上黄金受关注度或者贵金属受关注度是大幅度的下滑的，从2012年开始以后，真实利率开始大幅度的回升。比如通胀保值债券收益率也是大幅度的走高，这个是倒轴，所以下就是收益率的走高。



在这个过程中，对应过来在我的体系中间，它就是美元真实利率的对标物。由美元真实利率水平的走高带来的一个结果就是黄金受关注度就越来越低，资金也不愿意流入。

因为有更高的真实利率的投资收益品，为什么要选择黄金？所以黄金的光彩基本上就失去了大概三年，真正意义上最近这一两年受关注度最高的时间应该是在2016年的年初到2016年的中旬，大概G20央行财长峰会在成都召开前后，这个阶段黄金是受关注比较高的。

你可以观察到资金持仓量大幅度的提升都是在这个阶段才发生的。在这个阶段中，由于各国央行采用负利率政策，比如说欧洲央行和当时日本央行的负利率，我在日记本里讲过关于负利率的Carry trading，当时记不得是把美债收益率套到了最低，十年期套到了1.5%。

导致的是由于carry trading的情况引发了真实利率大幅度的下降，包括通胀保值债券反应都是一致的。因为黄金它本身不是一个零息资产，更准确说应该是一个正利率资产，所以它和负利率债券之间就形成了一个套利关系。就像拿负利率资金去套利美债，日元持有者套利美债的道理是一样的，所以那个过程中吸引了一波资金大量的进入。

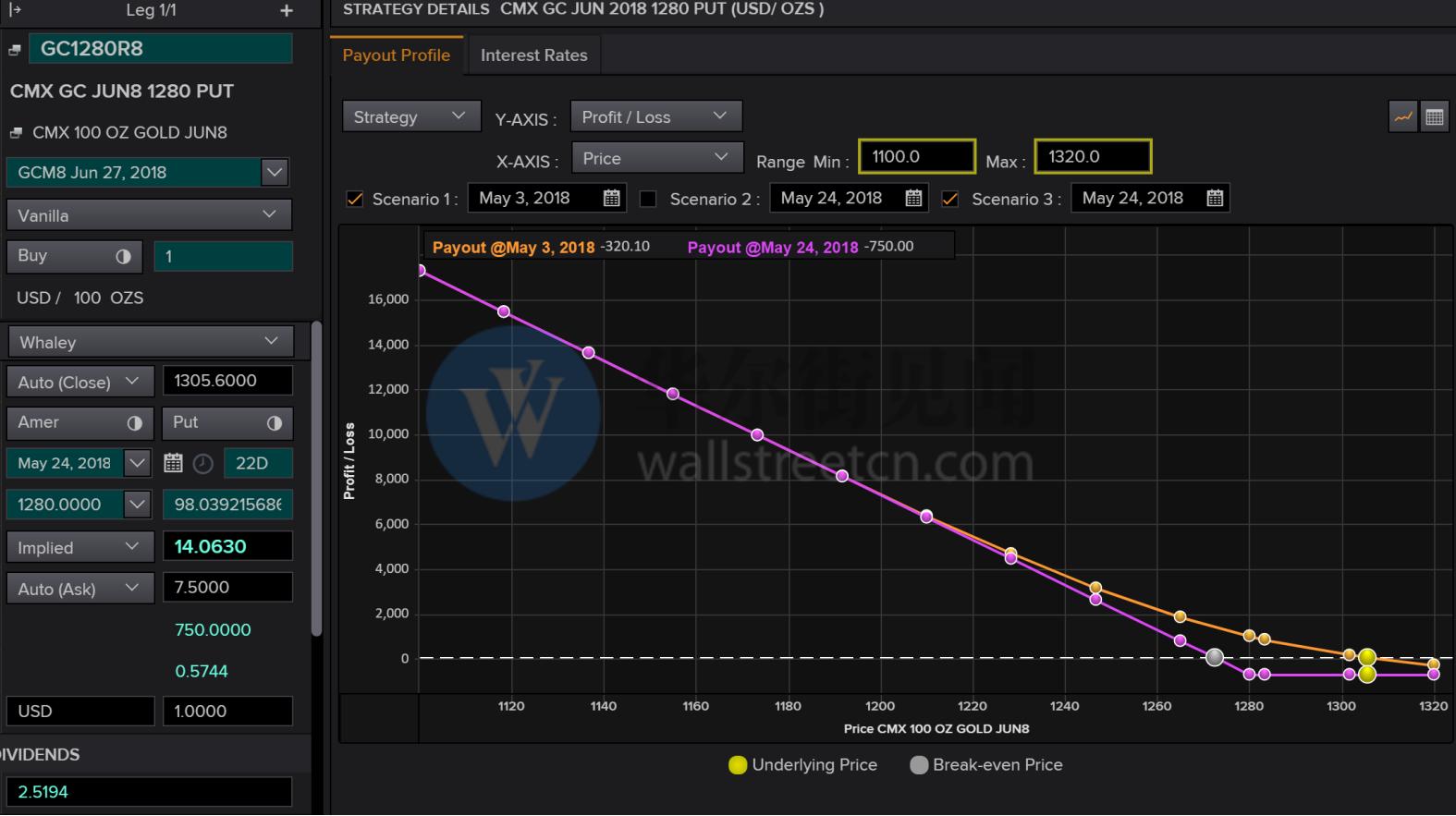
但是在G20央行财长峰会开完以后，各国央行对负利率封死以后，当时我在日记本里写过一个关于债券拆仓的内容，实际上它不仅仅是债券拆仓了，它带来的结果是所有基于负利率架构的carry trading的模式，有一个解仓的行为。

所以黄金在2016年下半年基本上从哪来又回哪去，经历了这样一个过程。在这之后，进入到2017年状态下，真实利率实际上是比較平的，应该说小幅的在走高。

但是黄金和真实利率之间的关系是有一定的脱钩的，波动率下降得非常的快，在2017年以后，降的速度是非常快的。这个过程中不是特别的看明白资金为什么在考虑配置黄金，唯一的解释就是大家单纯基于一个东西的预期，这个东西的预期就是通胀。

这实际上跟我们研究汇率的时候是比较相近的，因为从2016年的下半年开始，一直到2017年的4季度，大家的通胀预期就非常强，包括到现在为止通胀预期都很强，但事实上已经开始出现了非常不好的苗头。

所以我们可以把这一段简单的理解成跟欧元、汇率和债券之间的分叉是一样的，就是大家基于债券、基于利率定价的黄金其实已经很低了，但是大家基于通胀预期定价的黄金很高，大概现在处在1300上下的水平。



所以未来最简单的这两者之间的回归，就是代表着第一究竟是通胀大于利率这个预期是对的，还是现在的债券单独反映的利率大于你的通胀预期，这两种情况带来的结果是完全不一样的。

可以看到包括欧洲以及其他各个国家，我们在汇率市场上看到了一个修正的关系，这个修正关系就是经济的增长已经开始大幅度放缓。之前通胀预期的放缓可能没有引发大家太多的关注，但是当经济预期也开始放缓以后，这个预期在汇率市场上就大幅度地开始消退。

所以之前高估的很多汇率已经大幅度的开始修正，而对应黄金来讲，我觉得可能也要发生类似的情况，就是过高的通胀预期和利率之间的关系可能也要开始修正了。

所以我并不认为在这个水平上可以再去高估当下通胀预期的诚心，我觉得全球的情况可能要倒过来。当然美国是最关键的，因为黄金是跟美元利率挂钩的，所以我们看到其他国家上看到的表象是不是会传导到美国身上呢？

目前来看美国要比其他的国家强一些，所以汇率上面已经开始反映这个关系了。再强，美国只是经济放缓的速度比其他国家更慢一些，虽然不像其他国家可能很多的迹象了，但是已经有一点点迹象开始反应类似于这样的问题。

而美联储还在继续的前行，那么利率的预期仍然在大幅度抬升，但是我觉得远端的通胀预期可能已经开始有所放缓了。所以当这个出现的时候，我认为你的通胀保值安全TIPS,也就是真实利率和黄金的一个背离的关系，原则上来讲高估的通胀预期可能要做一个修正，那么后面很有可能黄金的波动率就会起来。

按照现在这个状态，最佳策略或许并不是去单纯的做多或者做空，因为他夹在一个很小的空间里了，这个时候波动率配合的这么的低，那么短期的期权策略的成本可能就会很低，这个时候可以用类似于刮刮乐了，去玩一块钱变十块钱的游戏，那可以玩十次。

如果波动率一直在很低的情况下，其实只有玩到第九次、第十次的时候，才会出现真正意义上的亏损，那是不是更划算一点呢？这实际上有点像赌场的一些策略去应用了，但最主要的工具肯定是可以用一些期权组合去考虑这个问题。

当然如果不用车险组合策略冒一点风险的话，做好风控去做一个回归就可以了。而反过来，他的关联性的东西，白银因为它的基本面因素相比来说要比黄金要在2017年到2018年表现中要弱很多，最根本的就是它的商品属性的问题。

商品属性问题推着比价一直在走高，这个比价不是单纯的统计性的比价，它背后隐含的是商品属性比金融属性的关系。这个关系的变动是商品属性这个变量，是大量，它转变了以后，Ratio可能在高位转变过来就会非常的合适。

同样是较低的波动率，空间上，白银变得更窄一些。这个过程中，不能单纯的基于Ratio考虑做空黄金、做多白银这样的关系。因为在商品属性转变之前，这个比价可能会一直维持在高位，实际上你的头寸并不划算。

隐含的另外一个含义就是商品属性没转变之前，如果黄金向真实利率靠拢的话。只能说可能这个过程中要么就比价还会进一步的推高，要么白银可能也会伴随着一小波下跌的状态，对应波动率的上来。

当然，策略上同样的跟黄金一样都处在末端，这个时候最佳的策略仍然是刮刮乐、期权，可能会更划算一点。

盯白银的话基本上就是扣除商品属性，其实盯的还是黄金，黄金现在的核心矛盾就在于这个劈叉。就是对于究竟是通胀预期大于利率，还是利率大于通胀预期这样的变动，大家有分歧。

目前来讲，就看这两边怎么变化，我的感觉是可能目前以美元为主的通胀预期也会伴随着其他国家的通胀预期的消退慢慢的缓解，这个过程可能不像汇率一样反应的那么快。

所以它的波动率应该是滞后于汇率波动率的抬升，也就是在汇率波动率抬升以后，这个波动率会慢慢的起来。实际上也快接近这个关键节点了，大家可以密切的留意一下。

- E N D -

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲